

サブプライム問題と格付機関をめぐる規制

田村 香月子

1 はじめに

金融市場では現在、サブプライム問題に端を発する混乱が続いている。

サブプライム問題とは、アメリカのサブプライムローンが多数延滞したことによる一連の金融不安である。サブプライムローンとは、信用度の低い個人向けの住宅ローンを指し、多くはサブプライムRMBS (Residential Mortgage Backed Securities) やABS CDO (Asset Backed Securities Collateralized Debt Obligations) として証券化され、販売されていた。しかしサブプライムローンの延滞が増加したことを受けて、これら証券化商品の価格が下落し、格付けが下がったことをきっかけにさらに価格は暴落したため、買い手であった多数の金融機関やファンドは巨額の損失を発表し、市場が混乱に陥った。影響はアメリカだけにとどまらず、ヨーロッパなどにも拡大した。イギリスでは銀行に取り付け騒ぎが発生し、日本を含めた各国の株式市場では株価が下落するなど、混乱が拡大した。サブプライム問題の影響から景気後退までが懸念されており、金融不安は増大している。

このように、世界の金融市場を混乱させたサブプライム問題拡大の一因が、サブプライムローン関連証券化商品を格下げしたことにあつたとして、格付機関が批判を受けている¹⁾。格付けの信憑性に疑問が生じ、格付機関への信頼が揺らぐ事態となる中、各国の金融当局によって格付機関に対する規制・監督が強く主張されている。

一方でアメリカにおいては、サブプライム問題が顕在化する前の2006年に格付機関改革法(以降2006年改革法とする)²⁾が成立しており、主要格付機関に対して一定の規制を設けている状態にあつた。また証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールを策定する国際機関の

1) なお格付機関の名称について、わが国では、民間企業であることを強調するために「格付会社」と呼ぶ場合も多い。ただし法令上は全て「格付機関」の名称が用いられているため、本稿では便宜上「格付機関」とする。なお、「格付機関」は“Credit Rating Agency”の日本語訳である。2003年7月、財務省はSECに対して、“Credit Rating Agency”は民間の営利企業であることから、代わりに“Credit Rating Company”や“Credit Rating Firm”の語を用いて「格付会社」とするようパブリック・コメントを提出している。財務省(2003)。

2) 109th Congress of the United States (2006).

IOSCO (International Organization of Securities Commissions: 証券監督者国際機構) は、2004年に格付機関の行動規範 (以降2004年行動規範とする)³⁾ を策定しており、これも自主規制ルールとして格付機関に取り入れられていた。しかし2007年半ばからのサブプライム問題によって、格付機関に対する新たな規制・監督議論が噴出した。ではなぜ、従来の規制では不十分だとされたのか。

本稿では、サブプライム問題をめぐる格付機関に対する批判と規制強化の議論を概観し、従来の格付機関規制、特にアメリカの2006年改革法と、IOSCOが示した2004年行動規範との対応を比較、分析する。そして最近の格付機関に対する規制・監督の流れを整理し、規制の方向性を考える。

2 サブプライム問題の発生と格付機関批判

サブプライムローンとは、アメリカの、信用力が低い個人向けの民間住宅ローンを指す。

サブプライムとは個人債務者の信用力を示しており、一般的に、信用力が高い場合を「プライム (prime)」, 低い場合を「サブプライム (subprime)」と称している。アメリカ金融当局の共同通達 (“Banking Agencies Issue Guidance on Supervision of Subprime Lending”) は、サブプライムに相当する個人債務者の目安として、

- ①過去12ヶ月以内に30日の延滞が2回以上、もしくは過去24ヶ月以内に60日の延滞が1回以上ある
- ②過去24ヶ月以内に法廷判決、差し押さえ、抵当権実行、もしくは債権償却が行われている
- ③過去5年以内に破産している
- ④FICOスコアが660点以下など、デフォルトの可能性が比較的高い
- ⑤所得に占める債務返済負担比率が50%以上、もしくは毎月の債務返済金額を差し引いた月収では、家計生活費をまかなう能力が制限される

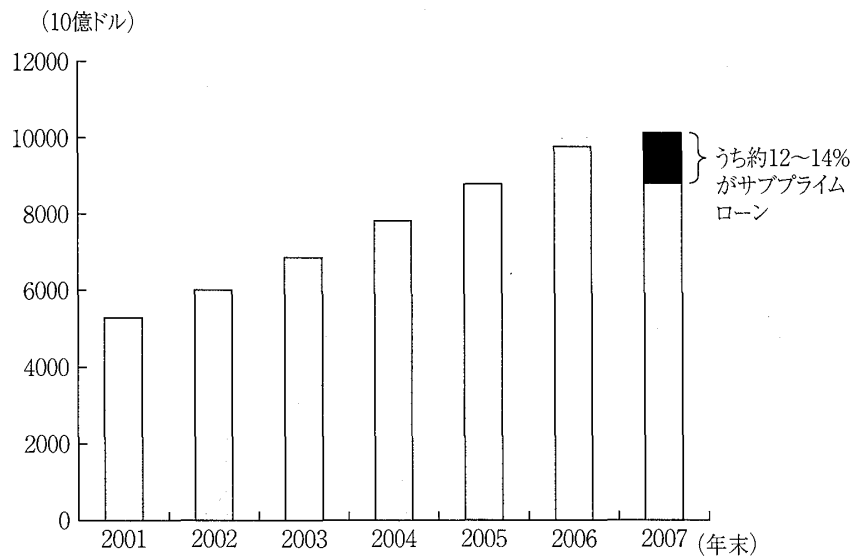
などの信用リスクの特性を挙げている⁴⁾。

アメリカでは個人の信用を測る際に、FICOスコアが広く利用されている。FICOスコアとは、フェア・アイザック (Fair Isaac) 社が提供しているサービスで、消費者信用情報機関が保有する個人の信用情報を点数化した、いわば個人の信用格付けである。このFICOスコアが高いほど、個人の信用力は高い。プライムローンはFICOスコアが高い、すなわち信用力のある個人へ向けたローンであり、サブプライムローンは「プライム」よりも下、FICOスコアが660点

3) IOSCO (2004a).

4) Joint Release (2001) pp.2-3.

図1 米国の住宅ローン残高



出所：FRB（2007）Flow of Fundsより作成。

以下と比較的低い個人へ向けたローンを指す⁵⁾。フェア・アイザック社によれば、FICOスコアの分布は、800点以上が13%、799-750点が27%、749-700点が18%、699-650点が15%、649点以下は27%である⁶⁾。したがって、FICOスコアが660点以下のサブプライム層は全体のおよそ3割程度と考えられる。

またアメリカの住宅ローン残高は、2007年6月末で10兆1459億ドルであった⁷⁾。サブプライムローンの残高はこのうちの12%~14%程度といわれており⁸⁾、約1兆3千億ドル程度と考えられる。

サブプライムローン拡大の背景には、FRB（Board of Governors of the Federal Reserve System）の低金利政策と住宅価格の長期的な上昇が挙げられる。2001年9月の同時多発テロ以降、FRBはFFレートを1%にまで引き下げた。これにより、金融機関に生じた過剰流動性が住宅ローン市場へと流入し、サブプライムローンは拡大した。また、ケース・シラー住宅価格指数を見ると、2000年以降2006年半ばまでアメリカ主要都市の住宅価格は上昇を続けており、特に2003年から大きく上昇している。すなわち、ローン金利は低く、また住宅価格は上昇して

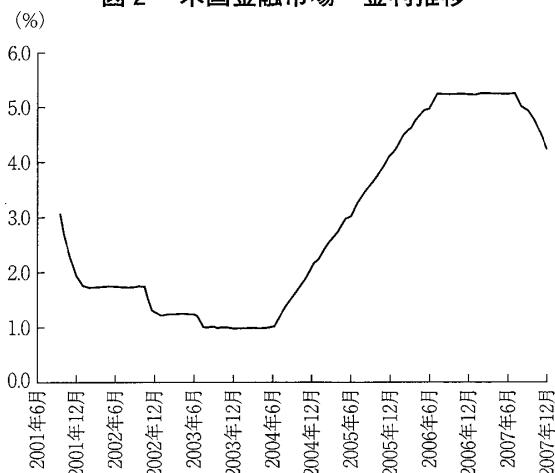
5) サブプライムローンはFICOスコアが660点以下、プライムローンは700点を超える場合が一般的である（江川（2007）9-10ページを参照）。また、サブプライムをFICOスコア620点以下とする見方もある（倉橋・小林（2008）43-44ページ）。いずれにせよ、サブプライムのカテゴリーはFICOスコアが低いことが要件の1つに挙げられるが、サブプライムがすなわち「低所得」という意味ではない。FICOスコアは支払履歴、債務負担額、取引年数、新規与信額、債務の用途などを考慮しており、収入の多寡は考慮していない。Fair Issac（2008）p.7.

6) Fair Issac（2008）p.5.

7) FRB（2007）p.94.

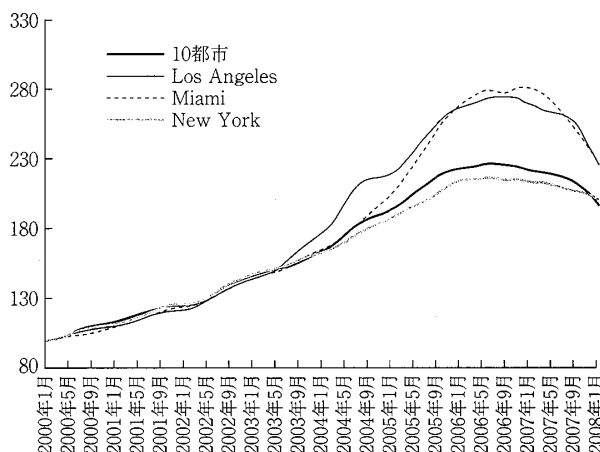
8) 江川（2007）6ページ。

図2 米国金融市場 金利推移



出所：FRB (2008) Federal funds effective rate, monthly, より作成。

図3 米国住宅価格の推移



注1：2004年1月を100とする。

注2：10都市とはボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、マイアミ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントンDC。

出所：Case-Shiller Home Price Indices, S&P (2008) より作成。

いる状況においては、万が一物件を手放すことがあっても高く転売することができた。

アメリカの住宅ローンは、全返済期間固定金利型ローンが一般的であった。しかし市場が拡大するにつれて、元金の返済を先延ばして当初は金利のみを支払うタイプのIOローン (Interest Only Loan) や、返済額を自由に設定できるペイオプションARM (Pay-Option Adjustable Rate Mortgage), 数年は固定金利でその後変動金利に切り替わるハイブリッドARM (Hybrid Adjustable Rate Mortgage) など、様々な商品が登場した⁹⁾。これらの商品は、当初の返済額を少なく押さえることはできるものの、元金の膨張や変動金利への変更によって、将来の返済額が急激に増加する恐れがある。しかし当時の低金利と、長期にわたって続いた住宅価格の上昇から、このようなリスクの高い商品であっても多数の融資が実行された。

こうして拡大したサブプライムローンは、その多くが証券化され、サブプライムRMBSやABSCDOとして多くの金融機関やファンドに販売された。証券化に際しては、ムーディーズ (Moody's Investors Service) やS&P (Standard and Poor's) など主要な格付機関の格付けが利用された。

しかし、サブプライムローンが拡大し証券化が進む中、金利は2004年初め頃から徐々に上昇し始め、反対に住宅価格は2006年半ばより下落し始めた。

金利の上昇により返済の負担が増加すると、サブプライムローンの延滞率は上昇する。特に、2006年と2007年に証券化されたサブプライムローンの延滞は急激に増加した。例えば2006年に証券化されたサブプライムローンの延滞率を見ると、6ヶ月以内に60日以上延滞、抵当権の

9) 倉橋・小林 (2008) 57-59ページ。

実行、物件処分予定の案件は当初の融資額に対して約5%、1年以内では約8%にもものぼる¹⁰⁾。また住宅価格の下落により、回収率も低下する。このようなサブプライムローンのパフォーマンスの悪化にともない、これらを原資産とした証券化商品の価格も徐々に下落し始めた。

以上の状況の中、2007年7月10日、ムーディーズは2006年に証券化したサブプライムRMBSのうち398トランシェを格下げした¹¹⁾。S&Pも612トランシェものサブプライムRMBSを格下げ方向のクレジットウォッチに指定した¹²⁾。このような一度に大量の格下げの表明は、過去に類を見ないものであった。また格下げは一時的なものではなく、10月にはムーディーズの格下げが、2006年に証券化されたもののうち2183トランシェにのぼるなど、継続して行われた¹³⁾。

また従来格下げの場合、格下げ幅は1ノッチないし2ノッチが一般的である。しかしサブプライムRMBSの格下げはそれ以上にわたって行われるなど、サブプライムローンの格下げは案件の多さだけでなく、その格下げ幅においても、これまで見られない異常なものであった¹⁴⁾。

これらの格下げはサブプライムRMBSのみならず、サブプライムRMBSを原資産とするABSCDOにも波及した。

格付機関による一連の格下げは、これらサブプライムローン関連証券化商品の信用リスクに対する懸念を増大させた。これまでも比較的低迷していた価格は格下げを機に暴落し、市場に大きなショックを与えた。ベア・スターンズやメリルリンチ、シティーグループ、モルガン・スタンレーなど、これら証券化商品に投資していた金融機関やファンドは巨額の損失を発表した。また英国ではノーザン・ロック銀行に取り付け騒ぎが発生し国有化されるなど、影響は世界の金融市場に波及し、各国の株価は下落した。

10) Moody's Japan K. K. (2007a) 1 ページ。

11) Moody's Japan K. K. (2007b) 5 ページ。

12) 日本経済新聞、2007年7月11日、夕刊1ページ。

13) Moody's Japan K. K. (2007c) 1 ページ。

14) Moody's Japan K. K. (2007b) 5 ページ。なお、格付けの記号が示す意味は以下の通りである。Moody's Japan K.K.のウェブサイト (<http://www.moodys.co.jp/pages/HomePage.aspx>)、「格付けの定義—ストラクチャードファイナンスの格付け」より抜粋。

Aaa 信用力が最も高く、信用リスクが最小限であると判断される債務に対する格付け。

Aa 信用力が高く、信用リスクが極めて低いと判断される債務に対する格付け。

A 中級の上位で、信用リスクが低いと判断される債務に対する格付け。

Baa 信用リスクが中程度と判断される債務に対する格付け。中位にあり、一定の投機的要素を含む。

Ba 投機的要素を持ち、相当の信用リスクがあると判断される債務に対する格付け。

B 投機的であり、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付け。

Caa 安全性が低く、信用リスクが極めて高いと判断される債務に対する格付け。

Ca 非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込めると判断される債務に対する格付け。

C 最も格付けが低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付け。

表1 2006年の第一順位抵当権サブプライムローンのサブプライムRMBSの
格下げトランシェ 格付推移

当初の格付け	変更後の格付け												合計
	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	
A3		1											1
Baa1	5	17	4	4	1	1			1				33
Baa2		8	32	16	6	1	5	2		1			71
Baa3			26	29	24	12	8	11	7				118
Ba1				5	23	13	7	21	22		3	1	95
Ba2					5	14	13	8	26	9	1	4	80
合計	5	26	62	54	59	41	33	42	56	10	4	6	398

注1：2007年7月現在の数値。

注2：格付記号に数字は、1が格付けの同記号カテゴリーで上位に位置することを示し、2は中位、3は下位にあることを示す。

出所：Moody's Japan K.K. (2007b) p.5より抜粋。

サブプライム問題を受けて市場では、格付機関に対する批判が高まった。例えば米上院議員リチャード・シェルビー氏は格付機関が「『サブプライム崩壊』の中心的な役割を果たした」と批判しており¹⁵⁾、議会やSECでも調査が行われた。またEUや日本などでも批判は広まっている。

批判の内容を分析すると、主な論点として「格付けの質」「格付機関の責任」「利益相反」の3点を挙げるができる¹⁶⁾。

(1) 格付けの質についての批判

格付けの質については、サブプライム関連証券化商品の格下げにおいて、一度に下げられる案件数が非常に多かったこと、格下げ幅が大きく数ノッチにわたる案件があったことなどから、当初の格付けが不適切ではなかったかと批判されている。

この大きな原因として、サブプライム関連証券化商品が、従来の格付対象とは異なった性質を持っていることが考えられる。

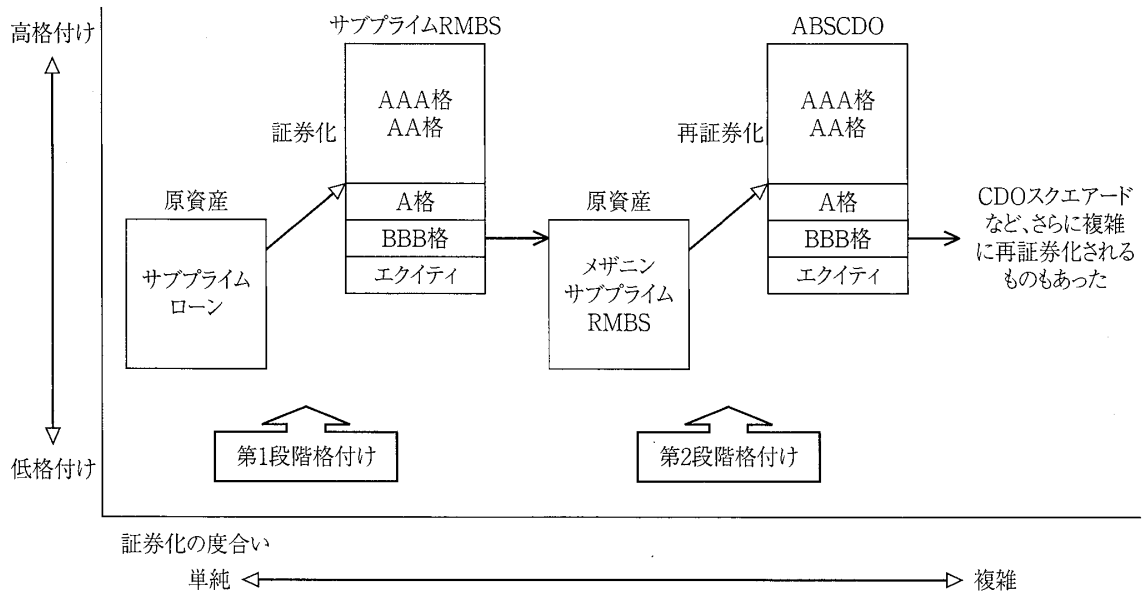
証券化のスキームは、原資産プールの信用リスクを分解し、意図的にコントロールして商品を組成することにより、原資産よりも高い格付けの取得を可能としてきた。同様にサブプライムRMBSは、サブプライムローンのプールを裏付けに、ローンの種類やFICOスコアなどの情報を住宅ローン評価モデルにあてはめて予測デフォルト率を割り出し、優先劣後構造でトランシェ分けする。トランシェは、AAA格など格付けの高い優先部分、それ以下のメザニクラス、

15) 日本経済新聞, 2007年8月23日, 朝刊7ページ。

16) なお、サブプライム問題発生以前にも、格付機関に対する批判はあった。多くは格付能力に対する批判、利益相反への批判、非依頼格付けへの批判である。これらの批判から、格付市場の競争を促進させることが重要であると確認されている。詳しくは田村(2008)を参照されたい。

そして信用リスクが非常に高い劣後部分のエクイティなど細かく分けられる¹⁷⁾。こうして、サブプライムローンは様々な格付けをもつサブプライムRMBSとして証券化された。

図4 サブプライムローン証券化のスキーム



またABSCDOはサブプライムRMBSを原資産として組成される。多くはサブプライムRMBSのメザニクラス、すなわちBBB格をプールし、同様にトランシェ分けする。こうすることで、ABSCDOでも同様に、格付けの高い優先部分、メザニン、そして信用リスクの非常に高いエクイティ部分など、様々な格付けをもつABSCDOが発行されることとなる。すなわち、原資産となるサブプライムRMBSがBBB格であっても、さらにそれを証券化することによって、BBB格より高い格付けのABSCDOを発行することが可能となるのだ。

このように、サブプライムローン関連証券化商品は格付けを利用して組成されるが、この時、格付けは完全に統計的な手法によって算出される。サブプライムRMBSの格付けは、住宅ロー

17) 格付記号は格付機関によって若干異なるため、ここからは便宜上次の通りに読み替えることとする。

	ムーディーズ	S&P
AAA格	Aaa	AAA
AA格	Aa	AA
A格	A	A
BBB格	Baa	BBB
BB格	Ba	BB
B格	B	B
CCC格	Caa	CCC
CC格	Ca	CC
C格	C	C

ンの評価モデルを用いて、予想デフォルト率などを割り出し、求められる。またABSCDOの格付けは、こうして付与されたサブプライムRMBSの格付けをそのまま利用し、資産間の相関を一律として、累積デフォルト率や格付機関が作成した予想デフォルト率、債権回収率などを用いた統計モデルに当てはめ、CDOの予想デフォルト率を算出して求められる¹⁸⁾。

しかし、リスクを細分化することにより高い格付けを得ることが可能になったとはいえ、原資産の信用リスクと組成した証券化商品とを完全に切り離すことは事実上不可能である。またRMBSとCDOの格付部門は分かれており、自社のRMBS部門が付与した格付けを否定することはできないため、CDOを組成する際にはRMBSの格付けは所与のものとされたといわれる¹⁹⁾。したがって、仮にサブプライムRMBSの格付けが適切ではなかったとしても、その正確性や、現状にフィットしているかどうかなどのチェックは困難であった。このような定性的分析はさまざなな格付手法に対する批判もなされている²⁰⁾。潜在的なリスクは形を変えて継承され、遡って検証することは難しい。サブプライム証券化商品は世界中の投資家に販売されたが、それが見えないリスクを含んだ商品であったことは言うまでもないだろう。この点が、発行体の信用力を評価するこれまでの格付けと大きく異なる。

従来の格付けは、いわば完成品に対する格付けであった。すなわち格付対象の組成に格付けは大きく関与せず、格付情報は完全な第三者性を有していた。しかし証券化商品は、いわば仕掛品に格付けを取り入れて完成させる商品である。組成の段階で格付けが組み込まれるため、第三者性が不完全であった。すなわち、従来の格付けとは格付けの質そのものが異なっているのである。これに関しては、証券化商品と従来の信用格付けに同じ記号を用いることに対して、疑問の声が上がっている。

(2) 格付機関の責任についての批判

格付けが持つ影響力は強く、市場全体に及ぶことがサブプライム問題で確認された。そのため、格付けの変更などによる市場への影響についても格付機関は何らかの責任を負うべきではないかとの批判があがっている。

サブプライム問題においては、サブプライムRMBSの格下げがきっかけとなってこれらの価格が急落し、流動性が著しく低下した。しかし格付けは信用リスクの評価であり、価格変動リスクや流動性に係るリスクについては評価していない。これに対して「格付機関は格付けの意味合いもう少し説明すべきではなかったか」²¹⁾と説明責任を求める声がある。

18) 以上、サブプライムRMBSとABSCDOの組成に関しては、江川 (2007) 20ページの図および95-99ページを参照した。

19) 江川 (2007) 96ページ。

20) イギリスにかつて存在したエクステル社は、定性的分析を行わず、統計モデルのみを用いて格付けする手法をとっていたが、1年あまりで失敗した。黒沢 (1985) 162-163ページ。

21) ミシェル・プラダ氏コメント。日本経済新聞、2007年11月9日、朝刊4ページ。

また、サブプライムローン関連証券化商品の格付けに際しては、オリジネーターが格付機関に不正確または誤解を招くような情報を提供していたのではないかとの疑問がもたれている²²⁾。

格付機関には非公開情報を格付けに適切に反映させることが求められるが、提供される情報の正確性は現在、格付機関が判断するのではなく、監査人などの外部に依拠している²³⁾。また格付けは「絶対的な事実」ではなく、格付機関の「意見」であり、投資情報として格付けを信じるか信じないかは利用者に委ねられている²⁴⁾。しかし、格付けが証券化商品の組成に利用されるのであれば、投資家は格付けを信じるか否かにかかわらず利用せざるをえない。したがって、格付機関は格付けの正確性や適時性ととも、利用する情報そのものの正確性にも責任を持つべきではないか、格付けがカバーするリスクの範囲の周知や、格付けが及ぼす影響について何らかの配慮をすべきではないかと批判された²⁵⁾。

（3）利益相反についての批判

さらに、格付機関の利益相反についての批判もある。先に述べたように、証券化商品は組成の段階から格付けが利用される。そのため、証券化商品の格付けの客観性を疑問視する声があがっている²⁶⁾。

また、格付機関の収益構造の偏りが、証券化商品の格付けに影響を及ぼしているのではないかとの懸念もある。2002年のSECのヒアリングによれば、格付機関の収入は90%以上が発行者からの格付手数料であり、そのうち50%近くは証券化商品の格付手数料であるとされている²⁷⁾。Moody'sのアニュアル・レポートをみると、2007年の収入は約18億3500万ドルあり、そのうち約17億7900万ドルが格付けによるものであった。中でも証券化商品の格付けによる収入は約8億8500万ドルと格付収入のほぼ半数に近い額を占めている²⁸⁾。証券化商品の市場が拡大する中で、格付機関は、高い格付けを得るための助言業務や、取引を確保するための甘い格付けを行ったのではないかと、との批判を受けた。

22) IOSCO (2008a) 1 ページ。

23) IOSCO (2008a) 2 ページ。

24) この点に関しては、田村 (2008) を参照されたい。

25) ムーディーズは2008年2月、証券化商品の格付けにあらたなリスク指標の導入を公表した。格付けが大幅に変動する可能性をランク付けした「想定モデル変動性スコア」と、裏付資産プールの損失予想が大幅に増加した場合にどの程度格付けが変更されるかを測定する「損失感応度」である。これにより、証券化商品格付けの不確実性をある程度示すこととなった。Moody's Japan K. K. (2008)。

26) 高橋 (2004) によれば、証券化商品の格付けは目指す格付けランクを組成の当初から設定し、格付機関と意見を交換しつつスキームを組んで行われる、とある。高橋 (2004) 60-61ページ、注28。

27) Securities and Exchange Commission (2002)。

28) Moody's Corporation (2008)。

3 格付機関への規制・監督強化

以上の批判を受けて、格付機関に対する規制論が浮上した。連邦政府やSECでは格付機関に対する調査が行われ、規制・監督が求められた。またEUや日本においても何らかの規制を課す考えが示された。

一方すでにアメリカ国内においては、格付機関に対する規制として2006年に格付機関改革法が制定されている。またこれに関連する監督規則として2007年6月、SECが格付機関改革法施行規則（以降「SEC規則」とする）を発表している²⁹⁾。

国際的にはIOSCOが2003年に『信用格付機関の活動に関する原則』（以降「IOSCO活動原則」とする）を³⁰⁾、翌年には2004年行動規範を発表し、格付プロセスや独立性、情報開示のルールを示した。そして各格付機関がこの内容を採用し、各々の行動規範を作成、公表、遵守するよう促している。

上記の規制や規範は、2001年のエンロン社倒産事件を契機に制定されたものである。2001年、アメリカのエネルギー企業エンロンが倒産したが、格付機関がエンロンの社債の格付けを倒産のわずか4日前まで投資適格としていたことから、格付機関に対する批判が高まり、2004年行動規範や2006年改革法の成立へと至った。

2006年改革法では、格付機関の定義やNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations：全国的に認知された統計的格付機関）の登録にかかる要件などが定められている。NRSROとは1975年のブローカー・ディーラーの自己資本規制の際に、自己資本の算出に用いる格付けを付与する格付機関の認定制度として、SECが導入したものである。以降NRSROは様々な場面で規制等に利用され、格付産業における事実上の参入障壁として、寡占を促す弊害があると批判されてきた。2006年改革法はこのNRSROを認定制から登録制へと変更し、NRSROの定義や登録要件などを明確にした。これによりNRSROの登録には、格付けの実績や手法、非公開情報誤用防止のための手続き、利益相反の有無や防止の手続き、大口顧客リストなどの提出が必要となった。またNRSROの規制・監督のためのSEC規則が設けられ、業務記録などの保管や非公開情報管理の社内規定の設置、利益相反の可能性の開示などが求められるようになった³¹⁾。

アメリカで2006年改革法が制定される一方で、IOSCOは格付機関の国際的な影響力を考慮し、2003年にIOSCO活動原則を発表した。IOSCO専門委員会のコメントによれば、格付機関は様々な形で証券市場に影響を与えるという認識のもとで原則を定め、格付機関に遵守するよ

29) Securities and Exchange Commission (2007).

30) IOSCO (2003).

31) 2006年格付機関改革法とSEC規則によるNRSROの登録や監督については田村（2008）を参照されたい。

表2 IOSCO2003年活動原則

1 格付プロセスの品質と公正性
①書面による手続き及び格付方法を採用 ②格付けの継続的モニターと更新 ③内部記録の保存 ④質の高い評価のための人材の確保 ⑤確立した格付手法の利用
2 独立性と利益相反の回避
①利益相反の識別と排除または管理開示するための書面による内部手続き ②発行体などの外部からの影響を排除 ③利益相反を内在させる証券取引等を回避 ④スタッフやアナリストの報酬枠組みに利益相反を影響させない ⑤格付決定は信用評価以外の要因に影響を受けない ⑥発行体との報酬契約の性質を開示
3 格付開示の透明性と適時性
①格付けの適時公表 ②格付中止決定等の開示 ③格付手法に関する情報公開 ④格付カテゴリーの過去のデフォルト率 ⑤非依頼格付けかどうかの開示
4 非公開情報
①非公開情報の秘密性維持の手続き ②非公開情報使用についての発行体との合意

出所：IOSCO（2003）より作成。

う要請した。その大まかな内容は以下の通りである³²⁾。

①格付プロセスの品質と公正性

格付機関は市場参加者間の情報の非対称性を縮小させることを助ける意見を出すよう務めるべきである

②独立性と利益相反の回避

格付機関の格付けの決定は政治的、経済的圧力や資本構成、事業、財務活動などの金融的な利害による利益相反から独立かつ自由であるべきであり、独立性、客観性を損なわせる、または損なわせるように見える可能性のある活動、手続き、関係を避けるべきである

③格付開示の透明性と適時性

格付機関は開示と透明性を活動の目的とすべきである

④非公開情報

格付機関は非公開情報の秘密性を維持すべきである

さらにIOSCOは2004年に行動規範を発表した。これは「すべての信用格付機関が本行動規

32) IOSCO（2003）。

範を完全に実効性のあるものにすることを期待」³³⁾して作成されたものであり、活動原則を52の措置に分け、詳細かつ具体的に記述している。

2004年行動規範の実施と遵守状況については調査が行なわれ、2007年2月に『IOSCO信用格付機関基本行動規範の格付機関による遵守状況のレビュー』が発表された³⁴⁾。調査の結果、ムーディーズ、S&Pなどの主要格付機関や、中規模の格付機関では2004年行動規範をほぼ変更無く採用しており、変更のある場合にはその理由を説明していることが判明した³⁵⁾。

サブプライム問題に関しては、2006年改革法とSEC規則は成立してまだ日が浅いため、これらが十分浸透していなかったことが考えられる。しかし今回の批判からの規制議論では、既存の規制・監督の浸透だけではなく、さらなる調査や規制の見直しが求められている。

既存の規則や規範と、サブプライム問題における格付機関批判の内容とを対応させると、以下の通りである。

まず基本的に、2004年行動規範は、格付機関の信頼の確保のために全ての格付機関に自主規制として取り入れられることを念頭に置いているのに対し、改革法およびSEC規則は従来のNRSRO制度を改革するために設立されたという違いがある。

格付けの「質」については、2004年行動規範、2006年改革法、SEC規則ともに該当する項目がある。いずれも格付けの質の維持、向上のための内容となっている。しかし改革法とSEC規則は、あくまでもNRSROに登録するための手続き上の項目である。2004年行動規範はある程度詳しく定められているが、証券化商品の格付けがこれまでのような発行体の信用力を評価する格付けとは質的に異なるため、このままで十分に対応しているとはいえないだろう。

次に「責任」について、非公開情報に対する責任については、三者ともに、漏洩や誤用を防ぐための措置が求められている。ただしいずれも、非公開情報そのものの正確性については言及していない。また格付変動に対する責任に関しては、2004年行動規範に対応する箇所があるが、これはモニタリングと格付けの適時変更に係る項目であり、それが及ぼす影響への配慮については対応していない。

説明責任に関しては、三者とも対応箇所がある。しかしいずれにおいても、格付手法などの情報開示に関する項目であり、サブプライム問題で批判された、格付けの意味や限界についての説明責任などには言及していない。

「利益相反」については、三者ともに該当する項目がある。格付機関の独立性維持や利益相反の回避、利益相反の可能性があればそれを開示し、適切な管理を行なうことなどが示されている。しかし証券化商品の格付けは組成段階において格付けが強く関与する。従来の格付

33) IOSCO (2004b).

34) IOSCO (2007).

35) 中規模の格付機関には、日本の格付機関であるR&I (Rating & Investment Information : 格付投資情報センター) やJCR (Japan Credit Rating Agency : 日本格付研究所) も含まれる。

表3 格付機関批判と各種監督規制との関連

	2004年行動規範	2006年格付機関改革法	SEC規則
質	1.A 格付プロセスの品質 ・書面による格付手続きの採用 ・検証可能な格付手法の採用 ・アナリストが用いる格付手法の統一と管理 ・十分な能力をもった人材の投入と情報入手 ・内部業務記録の保存 ・格付けの担当チームの構成 1.B モニタリングと更新 ・発行体の信用力の定期的なレビュー ・格付けの適時適切な更新 1.C 格付プロセスの公正性 ・コンプライアンスの遵守	NRSROの登録のために提出 セクション15E-(a)登録手順 (1) ・格付けのパフォーマンスについての統計 ・格付手続きと手法	ルール17g-1 ・格付実績に関する統計、格付手続きと手法、アナリストの資格要件などを提出 ルール17g-2 格付業務に関する業務記録の保存
責任	非公開情報に対する責任 3.A 格付開示の透明性と適時性 非公開情報を利用した場合のその旨の公表 3.B 非公開情報の取り扱い 非公開情報の誤用を防ぐための措置	セクション15E-(g)非公開情報の誤用の防止 非公開情報の誤用の防止のためのポリシーと手続きの作成、維持、実施	ルール17g-1, 17g-4 非公開情報の誤用や漏洩を防ぐための社内規定の設置、提出
	格付の変動等にかかる責任 1.B モニタリングと更新 ・発行体の信用力の定期的なレビュー ・格付けの適時適切な更新		
	説明責任 3.A 格付開示の透明性と適時性 ・格付けの開示や情報配布の方針 ・格付手法の公表 ・過去の実績やデータの公表	セクション15E-(a)登録手順 (3) 提出する情報のうち公表可能なものに関するWebでの公表	ルール17g-1 提出する情報のうち、公表可能なものに関するWebでの公表
利益相反	1.C 格付プロセスの公正性 ・コンプライアンスの遵守 2. 独立性と利益相反の回避 ・格付けの経済的・政治的影響と格付行動の分離 ・独立性及び客観性の保持 ・利益相反を惹起する他の業務からの分離 3.A 格付開示の透明性と適時性 ・格付手続きにおける発行体参加の有無	セクション15E-(a)登録手順 (1) 収入上位20の顧客リストの提出 セクション15E-(h)利益相反の管理 利益相反の防止、管理のためのポリシーと手続きの作成、維持、実施	ルール17g-5 利益相反の可能性開示、適正管理
適用対象	すべての格付機関に適用	アメリカ・NRSROに適用	アメリカ・NRSROに適用
規制の種類	自主規制促進のための規範	規制	規制

出所：2004年行動規範，2006年改革法，SEC規制より作成。

けとは異なった性質の証券化商品格付けに対応して、利益相反を最小かつ明確にするための管理設計や格付手法の再検討が必要であろう。

サブプライム問題における格付機関批判は、格付対象が証券化商品であり、これまでとは異なった性質であったことに起因している。しかし2004年行動規範や改革法、SEC規則は、発行体の信用力を判断する従来型の格付けに付随する問題点をカバーするものであったため、このあたらしい金融商品の格付けに対応していない部分があり、見直しが求められることとなったのである。

アメリカでは、財務省、連邦準備理事会、SEC、商品先物取引委員会からなる大統領作業部会（The President's Working Group on Financial Markets：PWG）が2008年3月、「金融市

場の発展のための政策提案」を公表した³⁶⁾。

この報告書でPWGは格付けへの過度の依存を批判し、格付機関がサブプライム関連証券化商品の信用リスクを過小に評価したこと、格付けモデルの相関関数への依存、証券化商品と社債が異なるリスク特性であるにもかかわらず同一の格付記号を用いたことなどを問題として挙げている。そして、

- ・証券化商品の原資産に関する評価の開示
- ・利益相反への政策や手続きの強化、見直し
- ・格付手法やモデルの理解に十分な情報の開示
- ・証券化商品に対する格付プロセスの変更と他の格付けとの区別を明確化
- ・格付けに関連する不確実性や格付けの変動性の測定

などの対応策を示した。また2004年行動規範の改定を奨励し、現行規制の見直し強化などを提案している。

一方IOSCOは2008年5月、基本行動規範の見直し協議のため、『ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書』を公表した³⁷⁾。

この報告書は2節で挙げた格付機関に対する批判に加え、証券化商品市場とサブプライム問題の状況、ローンをめぐる不正への疑問、および格付産業の競争の欠如などを論点として挙げている。

特に後者については、競争が欠如することによって新しい格付手法の発展が阻害され、格付機関の独占的価格支配行動につながり、またイノベーションが抑制されて格付けの品質に悪影響を与えるのではないかと指摘している。また証券化商品の透明性が低いことから、オリジネーターやアレンジャーの「格付ショッピング (rating shopping)」が行なわれているのではとの指摘もある。格付ショッピングとは、格付取得者が自己に都合のよい格付けを求めて格付機関を選ぶ行動であり、格付機関の利益相反にもつながりかねない。

これらの分析をふまえて、IOSCOは証券化商品の格付けにも対応できる行動規範へと見直しを行い、2008年5月、『信用格付機関の基本行動規範改訂版』(以降「2008年行動規範」とする)を公表した³⁸⁾。サブプライム問題で指摘された点から、格付機関の行動規範の改訂版として、特に証券化商品の格付けに関わる項目、格付けの限界の説明などいくつかの項目が追加されている。

PWGの報告および2008年行動規範を見ると、規制・監督強化の傾向を示す1つのキーワードとして、情報開示が挙げられる。情報開示はこれまでも、例えば格付手法の開示や利益相反防止にかかる対策の開示などが求められてきた。しかしここではさらに踏み込んだ情報開示が

36) PWG (2008).

37) IOSCO (2008a).

38) IOSCO (2008b).

表4 2008年IOSCO行動規範への主な追加項目

1 格付プロセスの品質と公正性
<p>A 格付プロセスの品質</p> <p>1-7. 格付けに用いる情報が十分な品質を確保するよう合理的な措置 革新的な金融商品の場合の格付けの限界を明示</p> <p>1.7-1. 新しいストラクチャーの格付付与の実現性をレビューする機能の設置</p> <p>1.7-2. 格付方法やモデルの変更を定期的にレビューするための独立した機能の設置</p> <p>1.7-3. 証券化商品裏付資産のリスク特性が大きく変化した場合、 格付方法やモデルの適切性を再評価</p> <p>証券化商品の複雑性や構造に基づき、格付付与に重大な疑義が生じる場合は、 格付付与を控える</p> <p>B モニタリングと更新</p> <p>1.9. 格付けモニタリングへの適切な資源配分</p> <p>1.9-1. 証券化商品の格付けとモニタリングを分化する場合の専門性を備えた資源配分</p> <p>C 格付プロセスの公正性</p> <p>1.14-1. 格付けを付与する証券化商品の設計に対する提案や推薦の禁止</p>
2 格付機関の独立性と利益相反の回避
<p>A 総論</p> <p>2.5 付随業務を定義</p> <p>B 信用格付機関の手続きと方針</p> <p>2.8.(b) 年間10%を超える収益を得ている顧客の開示</p> <p>2.8.(c) 発行者などに対する証券化商品の情報公開の働きかけ、 および情報公開有無の明記</p> <p>C 信用格付機関のアナリスト及び従業員の独立性</p> <p>2.11.(b) 従業員報酬と格付プロセスの独立性を維持</p> <p>2.17. アナリストが発行体などに転職した場合のこれまでの実績の検証</p>
3 格付機関の一般投資家及び発行体に対する責任
<p>A 格付開示の透明性と適時性</p> <p>3.3. 格付方法やモデルの明確な開示、および説明</p> <p>3.5.(a) 証券化商品の格付根拠の理解のため、損失やキャッシュフロー分析に関する 十分な情報を提供</p> <p>証券化商品の前提条件変化に対する感応度の分析開示</p> <p>3.5.(b) 格付記号の明確な定義、適用、証券化商品格付記号の差別化</p> <p>3.5.(c) 格付意見の特性と限界、提供される情報の検証の限界を明示</p> <p>3.8 格付意見の実績情報を他社と比較可能に標準化</p>
4 行動規範の開示と市場参加者への情報提供
4.3 行動規範、格付方法の説明、過去の実績データなどをホームページにて明記

出所：IOSCO（2008b）より作成

求められている。

PWGは、証券化商品の原資産に関する評価の開示や、格付手法およびモデルの理解のための情報開示などを提案している。これは従来のような、格付手法とそれに導かれる結果の公表だけではなく、格付けの途中段階において格付機関がどのような評価を下しているかという細

かな内容の開示や、格付けに対する投資家の理解を深めるための情報を提供する、ということである。また、格付けに関連する不確実性或格付けの変動性の測定なども求めている。これは格付機関の説明責任として、格付けが評価に含んでいない格付対象の流動性或価格変動リスクを、投資家に判断させるための情報開示といえるだろう。そして利益相反に関する規制の見直しや強化も提案している。

2008年行動規範は、証券化商品の格付けが統計手法にのみ頼っていたこと、かつ原資産の格付けを所与としていたことなど、格付けの質への批判から、原資産のリスク変化への対応や格付けのモニタリング強化を挙げている。また格付機関の責任として、格付けに用いる情報の品質についての措置や、格付けの特性および限界の明示、原資産のリスク変化に対する格付けの感応度の分析と開示、格付評価の根拠を理解するための情報開示などを求めている。利益相反についても、大口顧客の公表など、対策の強化を求めており、サブプライム問題における批判に対応した項目を追加している。

4 おわりに

サブプライムローン関連証券化商品をめぐる格付けの問題は、証券化商品の組成における特性が格付けの完全な第三者性の保持を困難にし、かつ商品構造が複雑に多重化していることにより、潜在的なリスクが分かりにくくなるということに原因があった。個別債券や発行体を分析対象としたこれまでの格付けにおいては、対象の成り立ちそのものに格付けが深く関与することはない。しかし証券化商品の場合は、商品の組成自体に格付けが深く関与する。そのため、証券化商品の格付けは従来の格付けに比べて不完全な第三者性を持つ。既存の規制がこの問題に十分対応していない以上、規制の見直しは必要不可欠であった。

現在、格付機関に対する規制・監督は、情報開示を充実させる方向で見直され、強化されつつある。特に証券化商品の格付けを意識し、格付手法やモデルの開示と説明、格付けの限界を明確にするなど、さまざまな情報を公開することによって、投資家を保護する制度が構築されている。

これらの見直しと強化は、格付けに係る不透明な部分を排除し、情報の非対称性を縮小する、というまさに格付けの社会的機能を強化していることにほかならない。またこれは、個別格付機関の能力を問うのではなく、能力に差があったとしても、格付機関の不適切な行為や結果を投資家自らが発見しカバーすることができるシステムを形成しつつあるのだともいえる。そしてこのシステムに、格付産業の活発な競争が前提であることはいうまでもないだろう。

とはいえ、IOSCOの行動規範は自主ルールであるため、強制力は無い。したがって各格付機関がこれを取り入れるかどうかは、格付機関の任意である。また2006年改革法やSEC規則等、法律の強化は、現在検討されている段階である。アメリカだけではなくEUでも、格付機関の

情報公開を義務づける法律等の導入が予定されている。格付機関規制の強化は、まだ緒についたばかりである。

日本では、R&IとJCRがNRSROに登録されているが、国内でこれら格付機関を強く規制・監督する制度は存在しない。そのためわが国においても、金融庁を中心に規制・監督の強化が検討されている。金融市場のグローバル化が進む以上、格付機関への対応も各国と協力した体制が必要であろう。本稿の考察をわが国格付機関規制へのインプリケーションとして、今後の動きを注目したい。

参考文献

- 江川由紀雄（2007）『サブプライム問題の教訓 証券化と格付けの精神』商事法務。
- 倉橋透・小林正宏（2008）『サブプライム問題の正しい考え方』中公新書。
- 黒沢義孝（1985）『債券格付けの実際』東洋経済新報社。
- 財務省（2003）“Comments on Proposed Rule: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws,” File No. S7-12-03, July 28.
- 高橋正彦（2004）『証券化の法と経済学』NTT出版。
- 田村香月子（2008）「米国における格付批判と格付機関の構造的問題」『関西大学商学論集』第53巻第3号，99-114ページ。
- Board of Governors of the Federal Reserve System（2007）“Flow of Funds Accounts of the United States,” Second Quarter 2007.
- （2008）Federal Funds Effective Rate, Historical Data, Monthly, August.
- Fair Issac Corporation（2008）“Understanding Your FICO Score,” my FICO, credit education documents booklet.
- International Organization of Securities Commissions（2003）“IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies,” September 25（金融庁仮訳「信用格付機関の活動に関する原則」）。
- （2004a）“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies,” December（金融庁仮訳「信用格付機関の基本行動規範」）。
- （2004b）“IOSCO Releases Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies,” media releases, December（金融庁仮訳「『信用格付機関の基本行動規範』に関するプレスリリース」）。
- （2007）“Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies; Consultation Report,” February（金融庁「市中協議用文書『IOSCOの信用格付機関基本行動規範』の格付機関による遵守状況のレビュー（概要）」）。
- （2008a）“the Role of the Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets; Final Report,” May（金融庁仮訳「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書（概要）」）。
- （2008b）“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies; Revised,” May.
- Joint Release（2001）“Banking Agencies Issue Guidance on Supervision of Subprime Lending,” NR2001-12, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision, January 31.
- Moody's Corporation（2008）Form 10-K, Annual report [Section 13 and 15（d）, not S-K Item 405].
- Moody's Japan K. K.（2007a）「アメリカ・サブプライム住宅ローンマーケット・アップデート 2007年4月」, ムーディーズ・スペシャル・レポート, 5月。
- （2007b）「アメリカ・サブプライム住宅ローンマーケット・アップデート2007年7月」, ムーディーズ・

スペシャル・レポート, 8月。

—— (2007c) 「2006年に格付けした第一順位抵当権サブプライムRMBSに関連する10月11日の格付けアクション」, ムーディーズ・スペシャル・レポート, 2007年10月。

—— (2008) 「証券化商品に想定変動性スコアと損失感応度を導入」, Moody's Global Credit Policy格付け手法, 5月。

Securities and Exchange Commission (2002) "Hearing on the Current Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets," Credit Rating Agency Hearing Transcript, November 21.

—— (2007) "Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule," 17CFR Parts 240 and 249b, June 18.

Standard and Poor's (2008) "S&P/Case-Shiller Home Price Indices," January 2008 (published March 25).

The President's Working Group on Financial Markets (2008) "Policy Statement on Financial Market Developments," March 13.

109th Congress of the United States (2006) "an Act to Improve Ratings Quality for the Protection of Investors and in the Public Interest by Fostering Accountability, Transparency, and Competition in the Credit Rating Agency Industry," PL109-291, called "Credit Rating Agency Reform Act of 2006," S3850, September 6.